

【建投专题】生猪市场二育行为解构

发布日期：2024 年 5 月 23 日

分析师：魏鑫

期货投资咨询号：Z0014814

邮箱：weixinqh@csc.com.cn

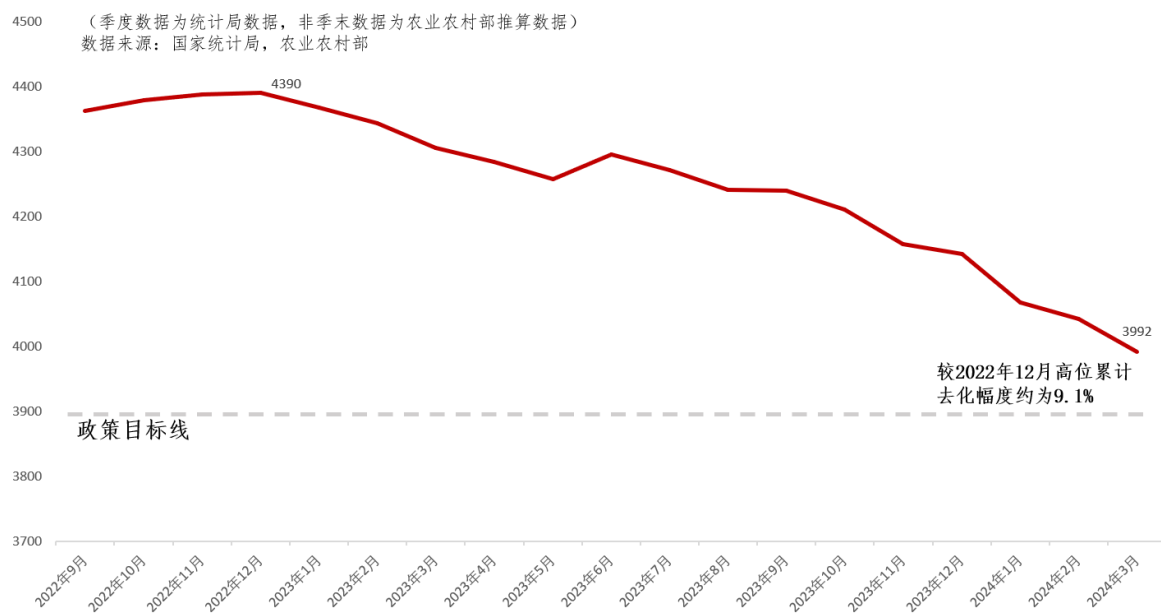
一、能繁产能去化：涨价的底层驱动力量

近期市场对二次育肥关注度较高，我们认为二育改变的是短期的供应节奏，影响周期运行的底层逻辑仍落脚在长期供给变化。今年以来生猪价格企稳回升的实质是由过去的行情低迷引发能繁产能的持续去化，行业逐渐进入供需基本均衡后的正向循环。

尽管当前处于传统淡季且消费端无明显利好，但此前去产能导致现阶段生猪供应减少，推动生猪价格持续走强。鉴于二季度日均屠宰量相较 23 年同期明显回落，阶段性验证产能去化的真实性。

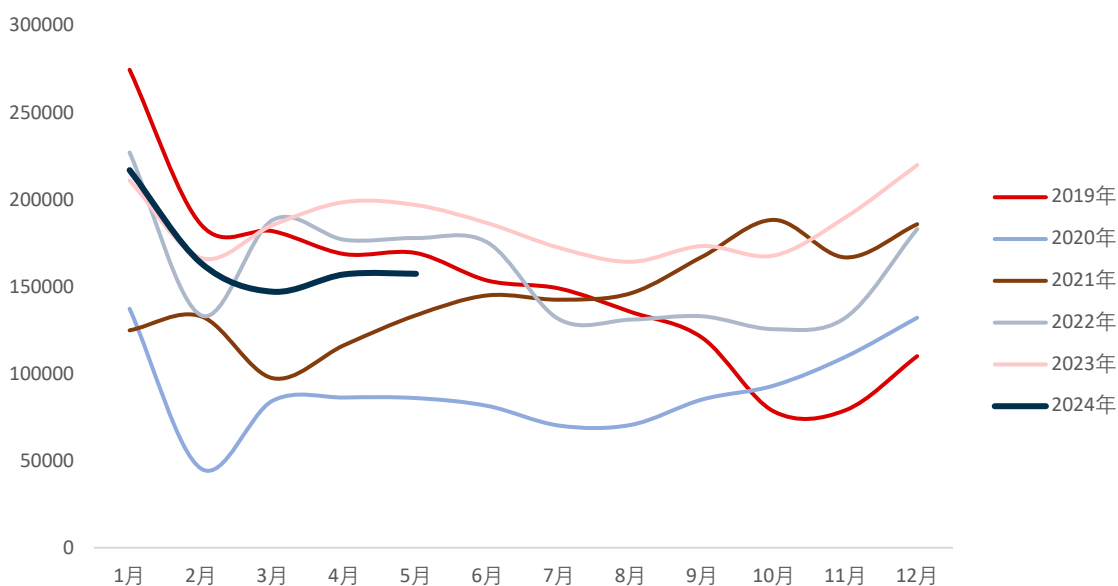
从历史复盘来看，每轮能繁去化幅度均在 8% 以上，8%~10% 的去化足以支撑新一轮涨价行情。官方数据口径下，2018 年四季度到 2019 年三季度，受非瘟疫情影响，能繁母猪快速去化，累计降幅超 35%；2021 年三季度到 2022 年一季末，能繁母猪累计降幅约 8.5%；2022 年 12 月到 2024 年 3 月，能繁母猪累计降幅 9.1%。

图 1、能繁母猪产能去化（万头）



资料来源：国家统计局，农业农村部，中信建投期货

图 2、生猪日均屠宰量回落阶段性验证产能去化（头）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

二、 二次育肥：强化周期表现，表现为涨价行情前置

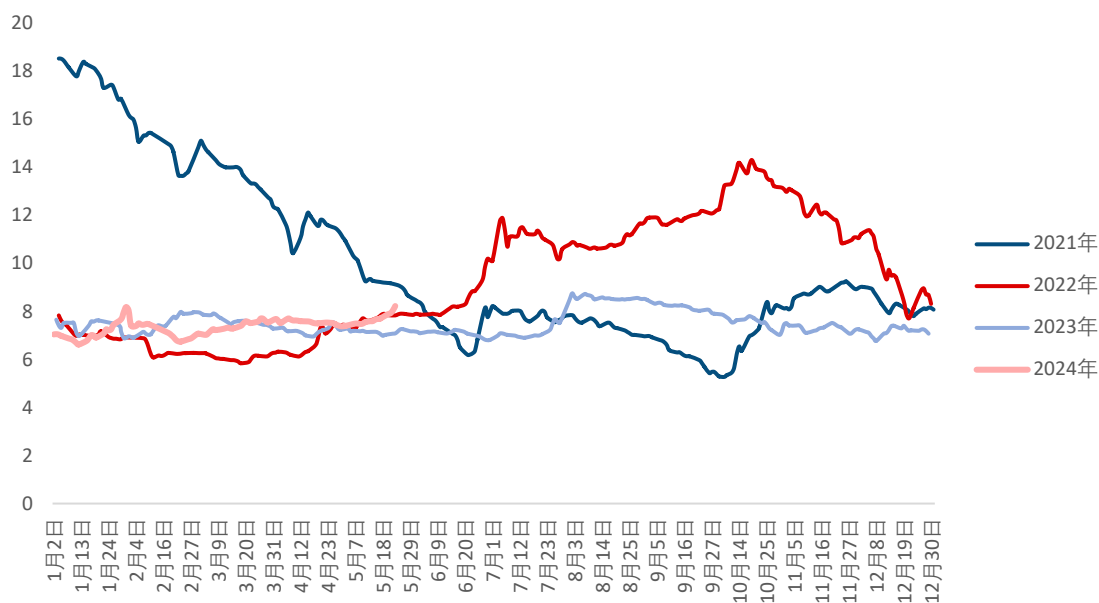
短期二育的驱动因素是什么？

（1）**猪价上涨的预期**。从官方口径下能繁去化的程度判断，24 年整体猪价表现应强于 23 年，其中二三季度为较好的涨价窗口。从现货价格表现来看，五一前市场预期节后价格回落，但五一节后现货并未出现明显调整，行情表现强势增强后市价格预期。

（2）**持续为正的标肥价差**。尽管气温逐渐上升，24 年 5 月标肥价差仍为正，且有低位回升迹象，驱动养殖端增重压栏。

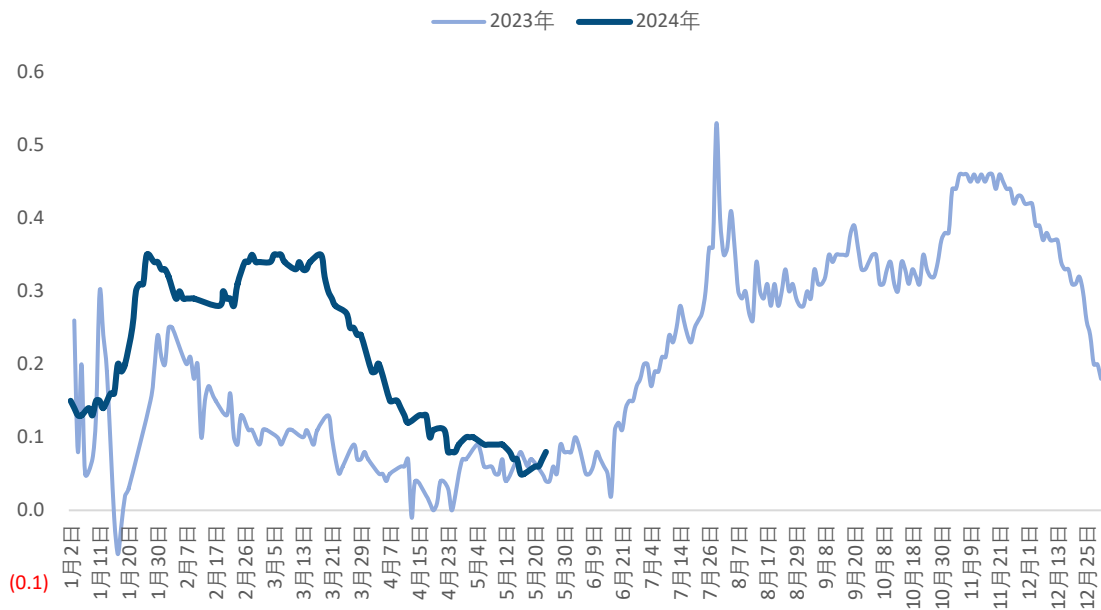
（3）**饲料价格回落成本压力缓解**。根据涌益统计，以 15.8 元/kg 采购 115kg 生猪做二育为例，含到家期间运费损耗，增重到 140kg 出栏，增重时间约 30 天，对应 6 月中旬出栏，出栏成本约为 15.6 元/kg；采购 110kg 育肥至 150kg 出栏，50 天增重，对应 7 月初出栏，出栏成本在 15.9 元/kg。从盘面期价判断，二育采用 2407 合约套保操作存在利润，进一步增强二育入场信心。

图 3、中国生猪日度均价（元/斤）



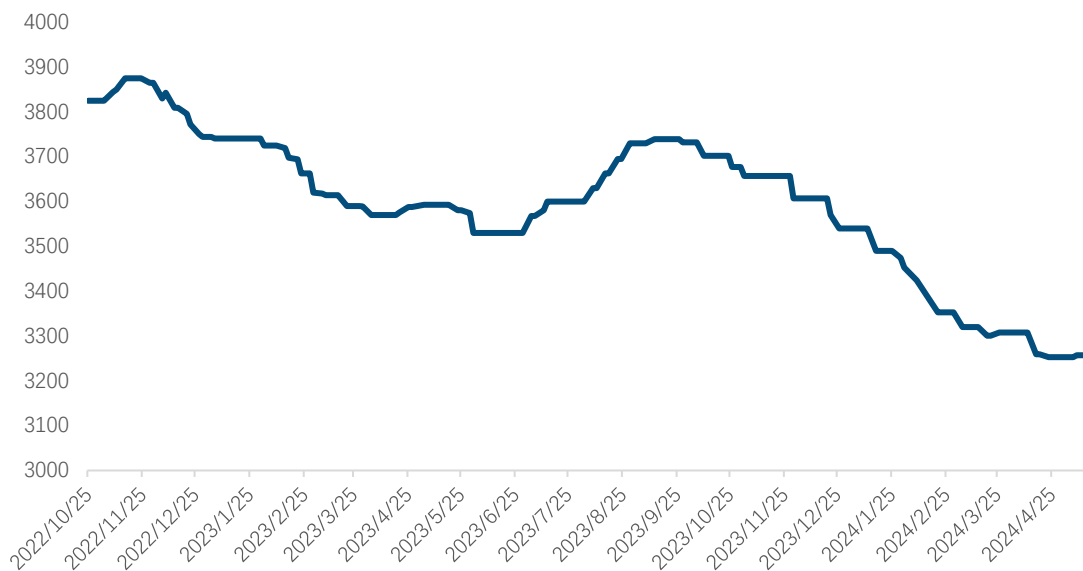
资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 4、生猪标肥价差（元/斤）



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

图 5、全国育肥全价料出厂均价（元/吨）



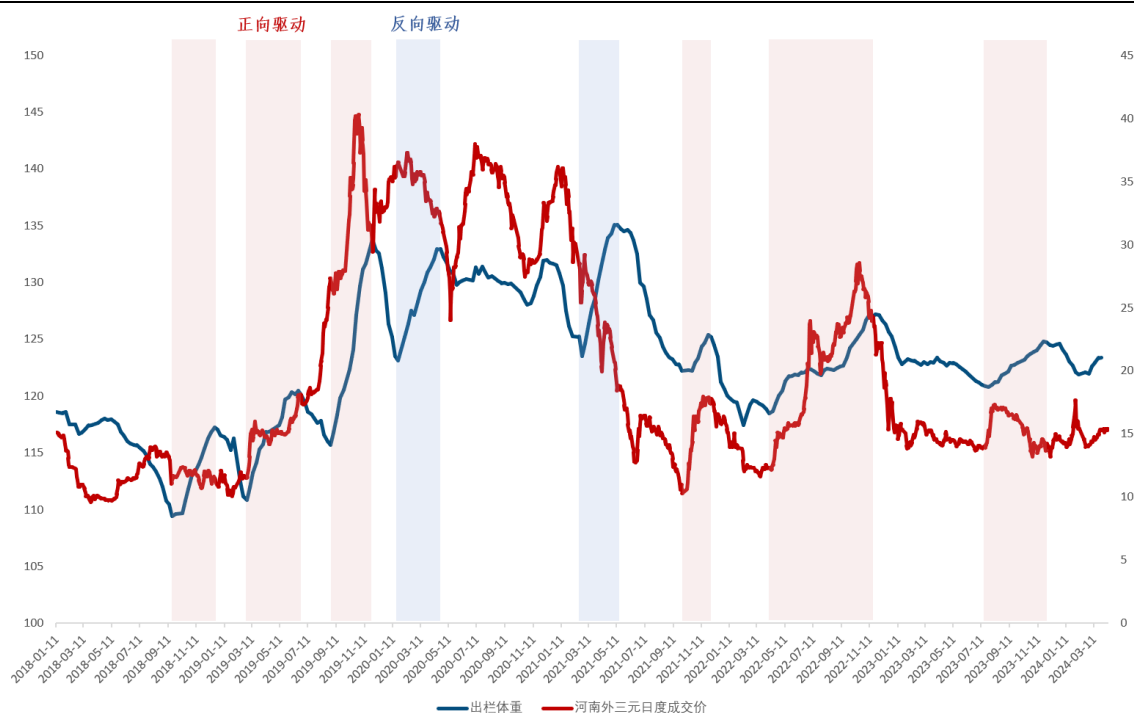
资料来源：涌益咨询，中信建投期货

二育/压栏对价格的边际影响如何？

我们认为二育改变的是短期的供应节奏，影响周期运行的底层逻辑仍落脚在

长期供给变化。复盘生猪价格和体重变化情况，可以看到体重对价格影响主要在于强化周期表现。供给缩量时，压栏/二育驱动对价格正反馈；供给充裕时，压栏/二育驱动对价格形成负反馈，在高价、高体重时表现尤为明显，表现为持续压栏博弈行情，不及预期后的踩踏式出栏。

图 6、体重对现货价格的影响



资料来源：卓创资讯，中信建投期货

注：标红代表体重、价格正反馈区间，标蓝代表负反馈区间。

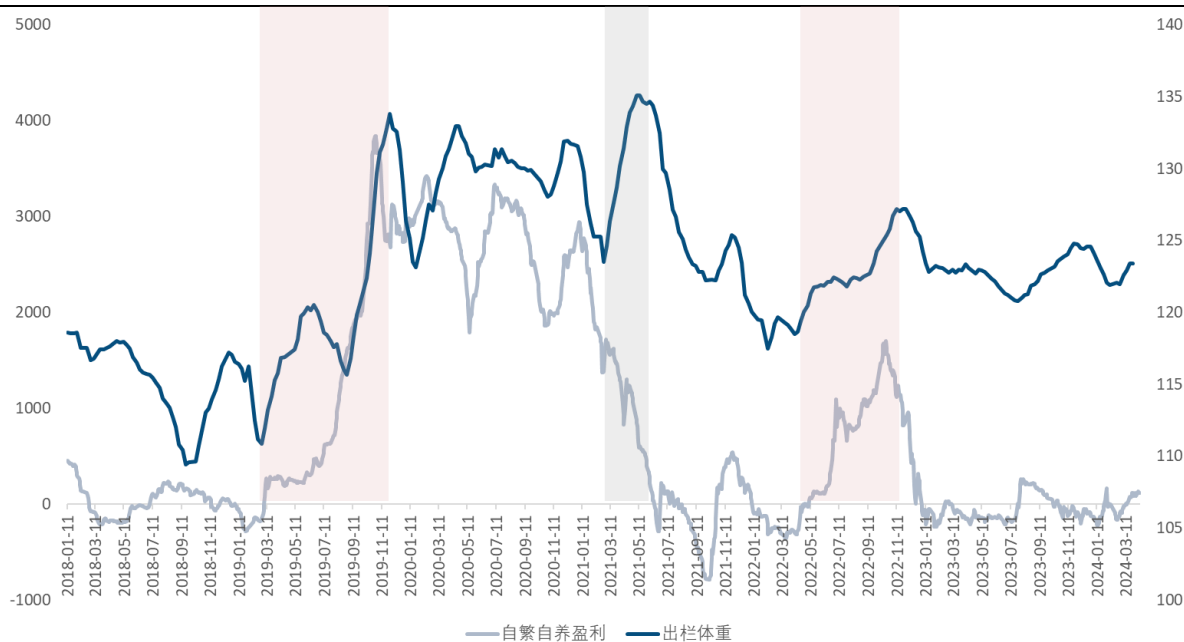
同时价格预期和体重也存在正向强化关系。

假设当期养殖利润一定程度上反映价格预期，从历史情况看，价格对压栏的驱动分为两种情况：

（1）高盈利下的投机式压栏（2019 年 3 月-11 月）。投机式压栏基于对市场短期内价格波动的预测，依赖市场价格正反馈驱动，同时压栏二育进场进一步促进价格上涨，形成涨价—压栏循环。

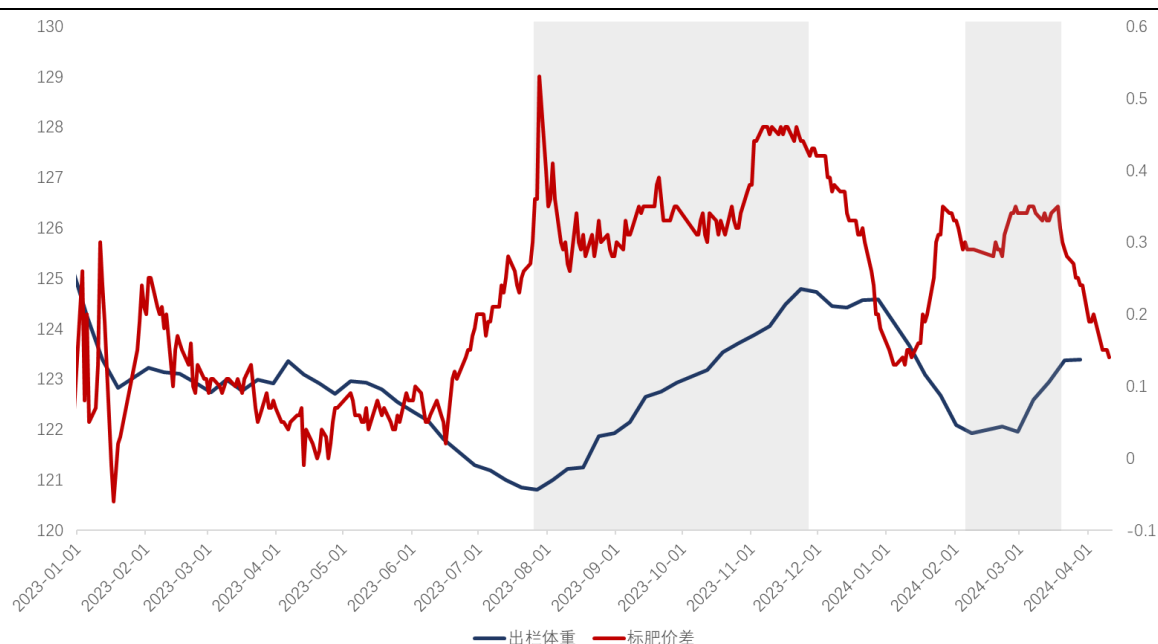
（2）盈利回落后的抵抗式压栏（2021 年 3 月-5 月）。抵抗式压栏基于对以往行情的经验主义，压栏等待价格回升，直至涨价预期落空后恐慌性抛售加剧行情下跌幅度。

图 7、自繁自养盈利和体重变化趋势



资料来源：卓创资讯，中信建投期货整理

图 8、标肥价差指标一般领先体重 1 个月



资料来源：卓创资讯，中信建投期货整理

如何预判二育入场行为？标肥价差可以看作一个前瞻观察指标

从 23 年之后的表现来看，标肥价差走扩的时间点相对于体重上升的时点一般领先 1 个月左右。标肥价差的快速上行通常是由于市场压栏增重的边际收益增加。当这种错配得到缓解，例如供应量开始增加或需求量减少，标肥价差会随之回落。反之，当市场压栏二育的情绪开始松动，养殖户可能会选择出栏，尤其是当肥标价差曲线见顶回落时，养殖户可能会预期价格走弱，从而加快大猪出栏节奏，导致标肥价差缩小。

三、 后市展望：二育短期逻辑并未松动，持续性仍待观察

回归基本面，我们认为二、三季度为年内供给水平较低窗口期，理论上猪价存在偏强表现，前期我们倾向于认为二季度抢跑的概率较小，二季度的适当调整会给三季度上涨打下基础，但**本轮二育进场对原有的供给结构形成一定扰动**。

短期来看支撑二育进场的逻辑并未松动：（1）猪价上涨的预期。（2）持续为正的标肥价差。（3）饲料价格回落成本压力缓解。

市场为博弈涨价提前抢跑，不排除本轮涨价行情价格高点出现的时间点前置，供给压力后移也会给 09 及以后合约造成压力。盘面多头行情也有可能提前走完，转而交易供给的后移，**若二育情绪持续超预期走强，后续可适当关注 7-9 正套表现**。

联系我们

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com

获取更多研报报告、专业客户经理一对一服务、
了解公司更多信息，扫描右方二维码即可获得！



重要声明

本报告观点和信息仅供符合证监会适当性管理规定的期货交易者参考，据此操作、责任自负。中信建投期货有限公司（下称“中信建投”）不因任何订阅或接收本报告的行为而将订阅人视为中信建投的客户。

本报告发布内容如涉及或属于系列解读，则交易者若使用所载资料，有可能会因缺乏对完整内容的了解而对其中假设依据、研究依据、结论等内容产生误解。提请交易者参阅中信建投已发布的完整系列报告，仔细阅读其所附各项声明、数据来源及风险提示，关注相关的分析、预测能够成立的关键假设条件，关注研究依据和研究结论的目标价格及时间周期，并准确理解研究逻辑。

中信建投对本报告所载资料的准确性、可靠性、时效性及完整性不作任何明示或暗示的保证。本报告中的资料、意见等仅代表报告发布之时的判断，相关研究观点可能依据中信建投后续发布的报告在不发布通知的情形下作出更改。

中信建投的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见不一致的市场评论和/或观点。本报告发布内容并非交易决策服务，在任何情形下都不构成对接收本报告内容交易者的任何交易建议，交易者应充分了解各类交易风险并谨慎考虑本报告发布内容是否符合自身特定状况，自主做出交易决策并自行承担交易风险。交易者根据本报告内容做出的任何决策与中信建投或相关作者无关。

本报告发布的内容仅为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式对本报告进行翻版、复制和刊发，如需引用、转发等，需注明出处为“中信建投期货”，且不得对本报告进行任何增删或修改。亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告发布的全部或部分内容。版权所有，违者必究。

全国统一客服电话：400-8877-780

网址：www.cfc108.com